

# Makrovakauspoliitikka ja sen suhde rahapolitiikkaan

10.3.2011



Marko Melolima  
ekonomisti  
rahapolitiikka- ja  
tutkimusosasto



Jukka Vauhkonen  
ekonomisti  
rahoitusmarkkina- ja  
tilasto-osasto

**Makrovakauspoliitikkalla pyritään hillitsemään rahoitusjärjestelmän sisällä syntyviä tai vahvistuvia järjestelmäriskkejä, joiden toteutumisella olisi vakavia reaalityaloudellisia seurauksia. Onnistuneella makrovakauspoliitikkalla voidaan pienentää finanssikriisien todennäköisyyttä ja voimakkuutta ja siten edistää pitkän aikavälin talouskasvua. Makrovakauspoliitikkalla vahvistetaan rahoitusjärjestelmän kriisinsietokykyä mm. vaatimalla rahoituslaitoksia ylläpitämään tavanomaista suurempia pääoma- ja maksuvalmiuspuskureita hyvinä aikoina ja sallimalla näiden puskureiden purkaminen huonoina aikoina. Yhteiset tavoitteet ja vaikutuskanavat sekä ajoittaiset ristiriidat puoltavat makrovakauspoliitikan ja rahapolitiikan keskinäistä koordinaatiota.**

Yksi maailmanlaajuisen finanssikriisin tärkeimmistä opetuksista on se, että rahoitusjärjestelmän vakaudesta vastaavilla viranomaisilla täytyy olla nykyistä paremmat keinot tunnistaa koko rahoitusjärjestelmän vakautta uhkaavat järjestelmäriskit hyvissä ajoin ja reagoida niihin uhkiin riittävästi poliittikatoimilla.<sup>1</sup> Rahoitussääntelyn tavoitteenasettelua tulee puolestaan laajentaa yksittäisten rahoitusyritysten turvallisuuden

<sup>1</sup> Järjestelmäriskien tunnistamisessa ja arvioimisessa käytettävistä mittareista ja työkaluista lähemmin Heidi Schaumanin ja Katja Taipaluksen artikkelissa tässä lehdessä.

takaamisesta koko rahoitusjärjestelmän kriisinsietokyvyn vahvistamiseen. Näihin tavoitteisiin pyritään ns. makrovakauspoliitikkalla. Tässä artikkelissa tarkastellaan makrovakauspoliitikan määritelmää, tehtäviä ja yhteyttä rahapolitiikkaan.

Viime vuosien tapahtumat ovat osoittaneet, että rahoitusjärjestelmän vakauteen ja sitä kautta makrovakauspoliitikan toimintaympäristöön vaikuttavat monet tekijät: talouspolitiikan kansainvälinen koordinaatio ja maailmantalouden vaihtotase-epätasapainot, vastuuttomaan finanssipoliitikkoon liittyvät riskit, rahoitussääntelyn ja -valvonnan laatu sekä rahoitusjärjestelmän rakenteelliset muutokset. Tässä artikkelissa tarkastellaan lähemmin makrovakauspoliitikan ja rahapolitiikan välistä suhdetta.

Makrovakauspoliitikkalla ja rahapolitiikalla on kiinteä yhteys, koska molempien pohjimmainen tavoite on sama: vakaa taloudellinen kehitys. Yhteisen tavoitteen lisäksi kummallakin poliitikkalla on myös yhteisiä vaikutuskanavia. Sekä raha- että makrovakauspoliitikka vaikuttaa pankkiluottojen ja muun rahoituksen kysyntään, tarjontaan ja ehtoihin. Yhteisten tavoitteiden ja vaikutuskanavien ansiosta rahapolitiikka ja makrovakauspoliitikka tukevat useimmiten toisiaan. Tietyissä tilanteissa hintavakauteen pyrkivä rahapolitiikka voi kuitenkin olla ristiriidassa rahoitusjärjestelmän vakauden kanssa. Tuonempana tässä artikkelissa tarkastel-

laan syitä tähän mahdolliseen risti-riitaan sekä raha- ja makrovakaupolitiikan koordinoinnin tarvetta.

### Mitä makrovakaupolitiikka on ja kuinka sitä toteutetaan?

Makrovakaupolitiikan määritelmä ei ole vielä täysin vakiintunut. Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) tunnetuksi tekemän määritelmän mukaan makrovakaupolitiikka on finanssisääntelyn ja -valvonnan perinteisten työkalujen käyttämistä siten, että niiden julkilausuttu ja ensisijainen käyttötarkoitus on vähentää yhtäältä 1) rahoitusjärjestelmän myötäsyklisyydestä ja sisäisestä epätasapainosta sekä toisaalta 2) rahoitusjärjestelmän riskikeskittymistä ja sisäisistä kytkennöistä aiheutuvia uhkia rahoitusjärjestelmän

normaalille toiminnalle.<sup>2</sup> Sen sijaan perinteisen rahoitusvalvonnan ja finanssisääntelyn (mikrovakaupolitiikan) ensisijaisena tavoitteena on ollut parantaa yksittäisten rahoituslaitosten toiminnan turvallisuutta (makro- ja mikrovakaupolitiikan muista eroista lähemmin taulukossa 1).

<sup>2</sup> Rahoitusjärjestelmän myötäsyklisyydellä tarkoitetaan sitä, että rahoitusjärjestelmän toiminta vahvistaa reaalitalouden nousuja ja laskuja. Finanssikriisi osoitti, että rahoitusjärjestelmässä voi kehittyä myös vaarallisia sisäsyntyisiä (endogeenisiä) riskejä. Riskit voivat keskittyä rahoitusjärjestelmässä esimerkiksi silloin, kun suuri joukko rahoitusyrityksiä ottaa näennäisesti suhteellisen pieniä mutta samankaltaisia riskejä. Yhdessä nämä riskit voivat olla koko rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta liiallisia. Esimerkkejä tällaisista riskeistä olivat rahoituslaitosten ennen finanssikriisiä tekemät sijoitukset yhdysvaltalaisiin subprime-asuntoluottosidonnaisiin rahoitusinstrumentteihin. Riskikeskittymä syntyy myös esimerkiksi silloin, jos yksittäinen rahoitusyritys kasvaa niin suureksi tai monimutkaiseksi, että sen toiminnan keskeytyminen tai muut suuret ongelmat aiheuttaisivat vakavia tartuntavaikutuksia muuhun rahoitusjärjestelmään ja reaalitalouteen.

Taulukko 1.

| Makro- ja mikrovakaupolitiikan erot  |   |  |
|--|---|--|
|  | <i>Makrovakaupolitiikka</i>   | <i>Mikrovakaupolitiikka</i>  |
| <i>Välillinen tavoite</i>  | <i>Pientää finanssikriisien todennäköisyyttä</i>                            | <i>Pientää riskiä, että yksittäinen rahoituslaitos ajautuu vaikeuksiin</i>               |
| <i>Päätavoite</i>  | <i>Minimoida BKT:n menetykset</i>   | <i>Suojata tallettajia ja sijoittajia</i>  |
| <i>Riskit</i>  | <i>Syntyvät tai vahvistuvat rahoitusjärjestelmän sisällä (endogeenisia)</i> | <i>Rahoitusjärjestelmän ulkopuolelta (eksogeenisia)</i>                                  |
| <i>Instituutioiden väliset korrelaatiot ja altistuminen samoille riskeille</i> | <i>Tärkeä</i>   | <i>Vähämerkityksinen</i>   |
| <i>Sääntelyinstrumenttien asettaminen</i>                                      | <i>Järjestelmäriskien minimointi; top-down-lähestymistapa</i>               | <i>Yksittäisiä instituutioita koskevien riskien minimointi; bottom-up-lähestymistapa</i> |
| <i>Riippuvuus subdanteista</i>   | <i>Vastasyklinen</i>  | <i>Riippumaton</i>   |
| <i>Kobdistuminen instituutioihin</i>   | <i>Ankarampi systeemisesti merkittävälle instituutioille</i>                | <i>Kaikille sama</i>   |
| <i>Lähteet: Borio (2010) ja kirjoittajat.</i>                                  |   |  |

*Makrovakauspolitiikan tärkein tavoite on minimoida yhteiskunnan tuotantotappiot.*

Mikrovakauspolitiikan ensisijaisena tavoitteena on suojata vähittäistallettajien ja -sijoittajien varat pienentämällä riskiä, että yksittäiset rahoituslaitokset ajautuvat vaikeuksiin. Erityisesti ennen viimeisintä finanssikriisiä uskottiin yleisesti, että rahoitusjärjestelmään kohdistuvat riskit tulevat valtaosin rahoitusjärjestelmän ulkopuolelta ja että toimiva instituutioiden valvonta yhdessä muun talouspolitiikan kanssa takaisi myös koko rahoitusjärjestelmän riittävän vakauden.

Makrovakausnäkökulman mukaan rahoitussäätelyn keinot tulee sen sijaan valita ja kohdistaa niin, että säätelyn tärkeimpänä tavoitteena on minimoida koko yhteiskunnan tuotantotappiot pienentämällä tuhoisien finanssikriisien todennäköisyyttä ja vaikutuksia. Tähän voidaan pyrkiä mm. niin sanotulla vastasyklisellä rahoitussäätelyllä, jota kiristetään luotto-, velkaantumis- ja varallisuushintasykliä nousuvaiheessa ja kevennetään syklin laskuvaiheessa. Samoin siihen voidaan pyrkiä sääntelemällä suuria ja monimutkaisia, ns. systeemisesti merkittäviä, rahoituslaitoksia ankarammin kuin muita rahoituslaitoksia.

#### ***Makrovakauspolitiikan tavoite***

Makrovakauspolitiikan tavoitteet voidaan jakaa edelleen järjestelmäriskien todennäköisyyden pienentämiseen ja rahoitusjärjestelmän vahvistamiseen kriisien vaikutusten lieventämiseksi. Järjestelmäriskien todennäköisyyttä voidaan pienentää mm. jarruttamalla pankkien liialliseksi katsottavaa luo-

tonantoa tai velkaantumista asettamalla rajoitteita luotonannon kasvuvauhdille tai kotitalouksille myönnettävien luottojen koolle. Rahoitusjärjestelmän kriisinsietokykyä voidaan puolestaan vahvistaa mm. edellyttämällä pankeilta, että ne kerryttävät vakavaraisuus- ja maksuvalmiuspuskureita hyvinä aikoina, ja sallimalla puskureiden purkaminen huonoina aikoina.

Makrovakaudesta vastaavien viranomaisten tehtäväksi tulee päättää, minkä painoarvon ne antavat näille toisiaan täydentäville tavoitteille. Kansainvälisen järjestelypankin (BIS)<sup>3</sup> näkemyksen mukaan makrovakauspolitiikan ensisijaiseksi tavoitteeksi ei tulisi asettaa taloudellisten syklien hillitsemistä, jota BIS pitää tässä vaiheessa liian kunnianhimoisena tavoitteena. Sen mukaan realistisempi tavoite on vahvistaa rahoitusjärjestelmän riskinsietokykyä.

BIS perustelee kantaansa mm. tähänastisilla kokemuksilla makrovakaustyökalujen käytöstä. Esimerkiksi Espanjassa käytetyillä dynaamisilla luottotappiovarauksilla tai Aasian maissa käytetyillä asuntomarkkinoiden jäädyttämiseen tarkoitetuilla keinoilla ei ole juuri pystytty vaimentamaan asuntoluotonannon ja asuntojen hintojen heilahteluja, vaikka nämä keinot ovatkin vahvistaneet rahoituslaitosten kestävyttä.<sup>4</sup> Finanssisykliä nykyistä tehokkaampi hillitseminen vaatisi makrovakaustyö-

<sup>3</sup> BIS (2010), s. 90.

<sup>4</sup> CGFS (2010).

kalujen laaja-alaista harkinnanvarais- ta käyttöä, mikä BIS:n mukaan ei täs- sä vaiheessa ole realistista.

Pankeilta vaadittavilla ylimääräi- sillä pääoma- ja maksuvalmiuspuku- reilla voidaan ideaalisesti ylläpitää pankkien luotonantokykyä myös las- kusuhdanteessa ja estää se, että vaka- varaisuus- tai maksuvalmiusvaikeuk- siin ajautuvat pankit joutuisivat pakon edessä myymään varojaan las- kevien hintojen markkinoilla. Suomen kaltaisissa maissa, joissa pankit ovat vahvasti pääomitettuja, luottolama ja rahoituslaitosten varojen pakko- myynnit eivät tällä hetkellä ole ensisi- jaisimpia finanssisykleihin liittyviä riskejä. Varsin ajankohtainen kansal- linen tavoite on yrittää pysäyttää vaa- ralliset luotto- ja velkakuplat riittä- vän aikaisessa vaiheessa ja näin suo- jata yrityksiä, kotitalouksia ja koko kansantaloutta kuplien puhkeamises- ta aiheutuilta seurauksilta.<sup>5</sup>

### Makrovakauspoliitiikan työkalut

Makrovakauspoliitiikan tavoitteen asetanta vaikuttaa myös makrovakaus- työkalujen priorisointiin. Jos ensisijai- seksi tavoitteeksi asetetaan rahoitus- järjestelmän riskinsietokyvyn paran- taminen, tarkoituksenmukaisia työ- kaluja ovat mm. jo mainitut vasta- sykliset pääomavaatimukset ja dynaa- miset luottotappiovaraukset.

Kansallisesti asetettavat vasta- sykliset pääomapuskurivaatimukset sisältyvät Baselin pankkivalvontako-

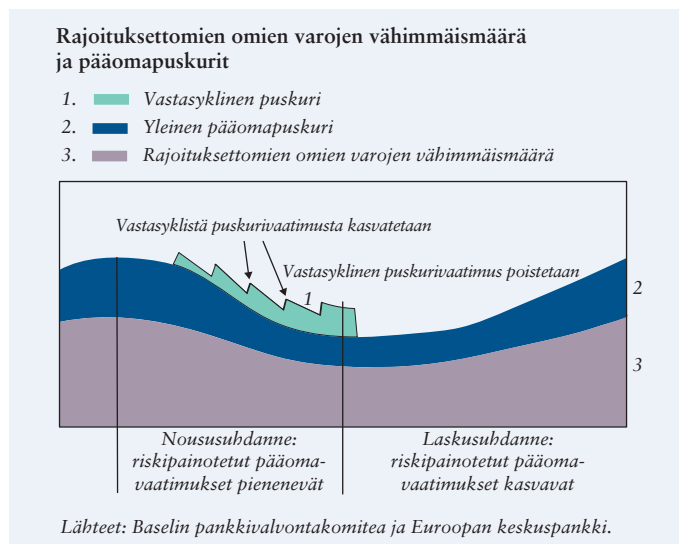
<sup>5</sup> Tämä ajattelutapa on siis päinvastainen kuin BIS:n suositus.

mitean valmistelevaan pankkien sääntelyn laajaan uudistuskokonai- suuteen, ns. Basel III -uudistukseen. Tulevien säännösten mukaan kansal- lisilla viranomaisilla on mahdollisuus asettaa pankeille harkinnanvarainen ylimääräinen pääomapuskurivaati- mus silloin, kun viranomaiset katso- vat kotimaisille asiakkaille myönne- tyn luotonannon olevan liiallista.<sup>6</sup> Puskurin suuruus saa olla enintään 2,5 % suhteessa pankin riskipainotet- tuihin saamisiin.

Noususuhdanteessa pankkien luotonanto tyypillisesti kasvaa nopeasti samanaikaisesti kun pank- kien arviot luottoriskeistään pienene- vät. Arvioitujen luottoriskien vähene- minen pienentää pankeilta vaaditta- via riskiperusteisia pääomavaatimuk- sia (kuvio 1). Vastaavasti laskusuh-

<sup>6</sup> Vastasyklisistä pääomapuskurivaatimuksista ja Basel III -uudistuksesta lähemmin, ks. Vauhkonen (2010).

Kuvio 1.



danteessa pankkien mitatut luottoris-  
kit ja sitä kautta riskiperusteiset pää-  
omavaatimukset kasvavat. Pääoma-  
vaatimusten kiristyminen yhdessä  
pankkien mahdollisten luottotappioi-  
den kanssa voi laskusuhdanteessa  
nakertaa pankkien vakavaraisuutta ja  
pahimmillaan pakottaa pankit rajoit-  
tamaan luotonantoaan voimakkaasti.  
Vastasyklisillä pääomapuskureilla  
pyritään lievittämään tätä luotonan-  
toon ja riskiperusteisiin pääomavaati-  
muksiin liittyvää myötäsyklisyyttä.

Espanjassa käytettävien dynaa-  
misten (tilastollisten) luottotappiova-  
rausten toimintaperiaate on saman-  
kaltainen kuin vastasyklisen pää-  
omapuskurivaatimusten: pankkeja  
vaaditaan lisäämään kohdistamatto-  
mia yleisiä luottotappiovarauksiaan  
noususuhdanteessa, kun kohdistetut  
luottotappiovaraukset ovat tyypilli-  
sesti pieniä. Laskusuhdanteessa toimi-

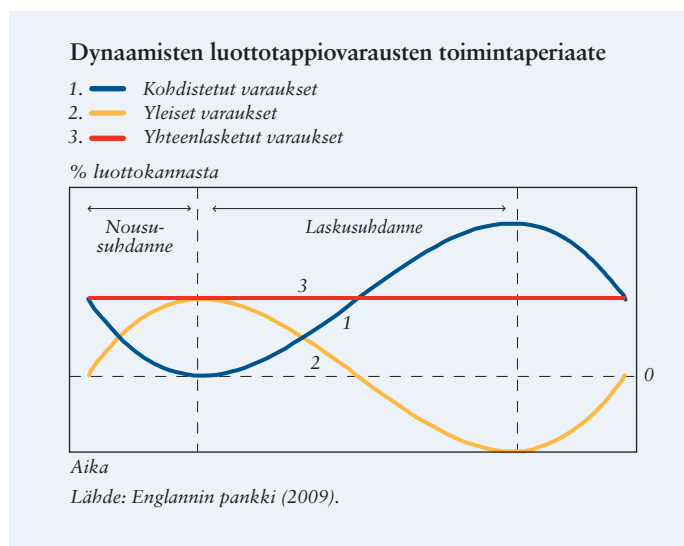
taan päinvastaisesti. Tällä tavoin  
dynaamisilla luottotappiovarauksilla  
loivennetaan pankkien luottotappio-  
varauksien ja tulosten luontaista  
myötäsyklisyyttä (kuvio 2).

Jos makrovakauseräpolitiikan ensi-  
sijaisena tavoitteena on pankkien  
puskureiden kerryttämisen ja purka-  
misen sijasta jarruttaa liiallista luoton-  
antoa ja velkaantumista, suoraan  
luottojen kysyntään ja tarjontaan tai  
velkaantumiseen vaikuttavat työkalut  
saattavat olla tehokkaimpia. Tällaisia  
potentiaalisia työkaluja ovat mm.  
pankin asiakasluottojen maksimiluo-  
totusasteet (loan-to-value, LTV), koti-  
talouden maksimivelanhoitorasite  
suhteessa tuloihin (debt-to-income,  
DTI), rajoitukset pankkien luotonan-  
non kasvuvauhdille tai pankkien  
lyhytaikaisen markkinaehtoisien  
varainhankinnan verottaminen (tau-  
lukko 2).

Makrovakauserätyökaluja (taulukko  
2) on sekä sääntöperusteisia (pysy-  
viä) että harkinnanvaraisia (vaihtu-  
via). Sääntöperusteiset työkalut ovat  
rakenteeltaan vastasyklisiä, eikä nii-  
den käyttö vaadi harkinnanvaraisia  
politiikkapäätöksiä suhdanteiden  
muuttuessa. Dynaamiset varaukset  
ovat paras esimerkki sääntöperusteis-  
ista makrovakauserätyökaluista. Har-  
kinnanvaraisten työkalujen käyttö  
vaatii makrovakauserävalvonnasta vas-  
taavalta viranomaiselta erillisen poli-  
tiikkapäätöksen.

Useimpien makrovakauserätyö-  
kalujen käyttö voi perustua sekä sään-  
töihin että harkintaan. Esimerkiksi

Kuvio 2.



**Taulukko 2.**

| Esimerkkejä mahdollisista makrovakaustyökaluista          |   |
|---|---|
| Ensisijainen tavoite                                      | Työkaluja   |
| Vastasyklisten puskureiden kerryttäminen ja purkaminen    | Vastasykliset pääomavaatimukset, dynaamiset luottotappiovaraukset, vakuudelliseen luotonantoon liittyvät vakuuksien vastasykliset arvonalennukset, riskiperusteiset talletussuojapreemiot |
| Luotonannon hillitseminen                                 | Rajoitukset asiakasluottojen koolle (LTV, DTI) tai pankkien luotonannon kasvulle, vakavaraisuuslaskennassa käytettävien riskipainojen muuttaminen, pankkien vähimmäisvarantovelvoitteet   |
| Pankkien lyhytaikaisen varainbankinnan hillitseminen      | Lyhytaikaisen varainhankinnan verottaminen, ei-talletusmuotoisen varainbankinnan verottaminen   |
| Pankkien yleisten riskinottokannustimien pienentäminen    | Palkitsemisen ja osingonjaon harkinnanvaraiset rajoitukset tai verottaminen   |
| Pankin systeemiseen merkittävyyteen perustuvat säännökset | Pankin systeemiseen merkittävyyteen perustuvat vähimmäisvakavaraisuusvaatimukset tai pankkiverot  |
| Lähde: Suomen Pankki.                                     |   |

Basel III -uudistuksen mukaisten vastasyklisten pääomapuskureiden asettamisen lähtökohtana on Baselin komitean määrittelemä laskentasaäntö, mutta kansalliset viranomaiset voivat käyttää myös harkintaa puskuripäätöksensä tukena.

Oheiseen taulukkoon ei ole sisällytetty lukuisia valmisteilla ja suunnitteilla olevia rahoitussäätelyn muutoksia, jotka osaltaan vähentävät järjestelmäriskkejä ja parantavat rahoitusyritysten riskinsietokykyä mutta joiden päätarkoituksena ei ole vähentää rahoitusjärjestelmän myötäsyyttä. Esimerkiksi valtaosa pankkien vakavaraisuus- ja maksuvalmiussäätelyn viimeaikaisista uudistuksista ei sisälly tarkasteluamme.

Makrovakaustyökalujen käytöstä on vielä varsin vähän kokemuksia

ja tutkimustietoa.<sup>7</sup> Yksi tärkeimmistä makrovakaust politiikkaan liittyvistä haasteita onkin löytää sellaisia politiikkatyökaluja, jotka kohdistuvat järjestelmäriskien muodostumisen ja toteutumisen kannalta keskeisiin tekijöihin, vaikuttavat nopeasti ja ovat joko automaattisia tai nopeasti toimeenpantavia.

### **Makrovakaust politiikan toteuttaminen**

Rahoitusjärjestelmän vakaudesta vastaavat kansalliset viranomaiset eivät viimeisintä finanssikriisiä edeltäneinä vuosina riittävän hyvin tunnistanee koko Euroopan unionin rahoitusvakautta uhanneita riskejä. Finanssikriisin opetusten pohjalta Eurooppaan

<sup>7</sup> CGFS (2010).

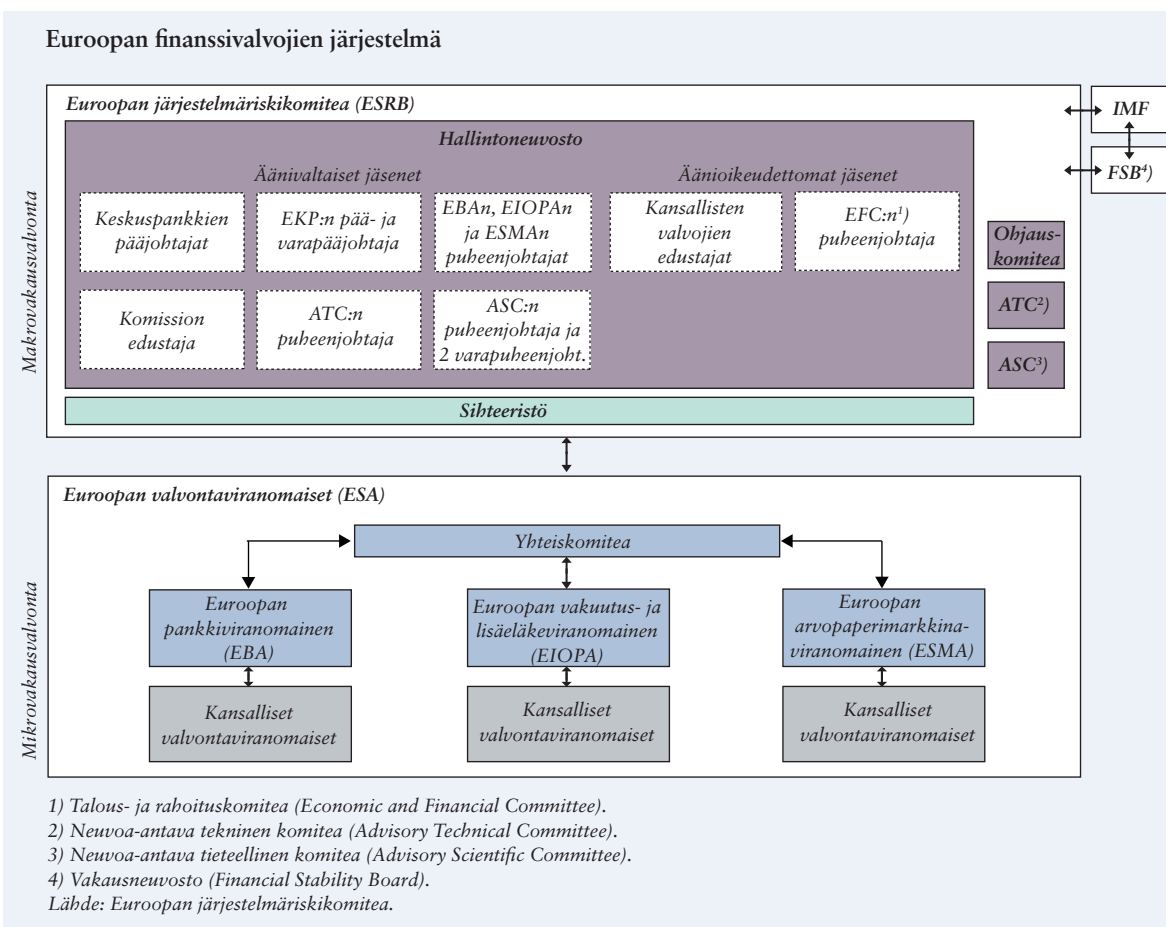
päätettiin perustaa unionin tasoinen elin, Euroopan järjestelmäriskikomitea (European Systemic Risk Board), valvomaan koko rahoitusjärjestelmän riskejä. Järjestelmäriskikomitea on osa uutta Euroopan finanssivalvojen järjestelmää (European System of Financial Supervision), johon kuuluvat myös kolme uutta EU-tason valvontaviranomaista.

Euroopan järjestelmäriskikomitea aloitti toimintansa vuoden 2011 alussa. Komitean tehtävänä on pyrkiä tunnistamaan uhkaavat järjestelmä-

riskit ennakkolta. Riskien toteutumisen estämiseksi järjestelmäriskikomitea voi antaa riskivaroituksia ja toimenpidesuosituksia koko unionille, yksittäisille jäsenvaltioille tai jäsenvaltioiden ryhmille, Euroopan uusille rahoitusvalvontaviranomaisille tai kansallisille rahoitusvalvojille.

EKP:llä ja kansallisilla keskuspankeilla on järjestelmäriskikomiteassa keskeinen asema. EKP:n pääjohtaja toimii järjestelmäriskikomitean puheenjohtajana. EKP:n pääjohtajan lisäksi EU-maiden kansallisten kes-

Kuvio 3.



kuspankkien pääjohtajat ja EKP:n varapuheenjohtaja kuuluvat komitean hallintoneuvoston äänivaltaisiin jäseniin.

Järjestelmäriskikomitean antamien suositusten toteuttaminen ja muu kansallinen makrovakauspoliitikka jäävät kuitenkin kansallisten viranomaisten vastuulle. Eri maissa päädyttäneen erilaisiin ratkaisuihin makrovakauspoliitikan organisoinnissa. Vaihtoehtoisia ratkaisuja ovat esimerkiksi, että makrovakauspoliittinen vastuu annetaan yhdelle viranomaiselle tai useiden viranomaisten muodostamalle makrovakauskomitealle.

### Rahapolitiikka ja rahoitusjärjestelmän vakaus

Viimeisimmän finanssikriisin kokemukset ja uusi taloustieteellinen kirjallisuus ovat osoittaneet, että pitkäaikainen matalien korkojen rahapolitiikka voi kannustaa rahoituslaitoksia ja muita talouden toimijoita liialliseen riskinottoon ja siten olla ristiriidassa rahoitusjärjestelmän vakauden kanssa. Seuraavaksi tarkastellaan, millaisin mekanismein rahapolitiikka teoreettisten ja empiiristen tutkimusten mukaan vaikuttaa pankkien riskinotokannustimiin.

Viime vuosien tapahtumat ovat herättäneet henkiin myös aiemman keskustelun siitä, missä määrin rahoitustekijät tulisi ottaa huomioon rahapolitiittisessa päätöksenteossa. Ideaalisessa maailmassa makrovakausriskit pystyttäisiin torjumaan tehokkaalla makrovakauspoliitilla, jolloin raha-

politiikassa voitaisiin keskittyä hintavakauden turvaamiseen. Makrovakauspoliitilla ei – ainakaan vielä lähitulevaisuudessa – yksin pystyttäne kaikissa tilanteissa turvaamaan rahoitusjärjestelmän vakautta. Tämän vuoksi rahapolitiikalla voi olla potentiaalinen rooli myös rahoitusjärjestelmän vakauden turvaamisessa. Tähän keskusteluun kuuluvat vaikeat kysymykset ns. tuulen vastaisen (lean against the wind, LATW) rahapolitiikan<sup>8</sup> tarpeellisuudesta sekä raha- ja makrovakauspoliitikan koordinoimista.

### *Kevyt rahapolitiikka voi kannustaa liialliseen riskinottoon*

Yhtenä tärkeimmistä viimeisimmän finanssikriisin syistä on pidetty erityisesti Yhdysvaltojen liian kevyttä rahapolitiikkaa, joka osaltaan kannusti rahoituslaitoksia ja kotitalouksia ylivelkaantumiseen ja liialliseen riskinottoon. Matalien politiikkakorkojen vaikutusta rahoituslaitosten riskinotokannustimiin on alettu nimittää rahapolitiikan riskinottokanavaksi.<sup>9</sup>

Riskinottokanava on makrovakauspoliitikan näkökulmasta tärkeä ainakin kahdesta syystä. Ensiksikin hintavakauteen tähtäävä rahapolitiikka voi ajoittain olla ristiriidassa

<sup>8</sup> Ns. tuulen vastaisella rahapolitiikalla tarkoitetaan rahapolitiikkaa, jossa keskuspankki pyrkii ottamaan päätöksissään huomioon varallisuushintojen muutokset. Tuulta vastaan nojaava keskuspankki saattaisi esimerkiksi kiristää rahapolitiikkaansa aggressiivisemmin varallisuushintojen noustessa voimakkaasti kuin perinteistä inflaatiota voitetta noudattava keskuspankki.

<sup>9</sup> Borio – Zhu (2008).



rahoitusjärjestelmän vakauden kanssa, erityisesti jos riskinotto-kanava on kvantitatiivisesti merkittävä. Toiseksi makrovakauseräpolitiikan ja rahapolitiikan koordinoimisen tarve on sitä suurempi, mitä huomattavampi ristiriita on hintavakauteen tähtäävän rahapolitiikan ja rahoitusjärjestelmän vakauden välillä.

Viime vuosien teoreettisessa kirjallisuudessa on mallinnettu useita vaikutuskanavia, joiden kautta rahapolitiikka voi mahdollisesti vaikuttaa pankkien riskinottoon. Matala korkotaso voi kannustaa osan rahoituslaitoksista lisäämään suuririskisten luottojen ja sijoitusten osuutta salkuissaan nimellisten tuottotavoitteiden saavuttamiseksi.<sup>10</sup> Nimellisiin tuottoihin perustuvilla rahoituslaitosten palkitsemisjärjestelmillä voi olla samankaltainen vaikutus. Alhainen korkotaso voi myös johtaa rahoituslaitosten luotonmyöntöperusteiden ja luottoehtojen keventämiseen.<sup>11</sup> Korkotason mataluuden lisäksi myös rahapolitiikan epäsymmetrian on nähty kannustavan rahoitusyrityksiä riskinottoon. Rahoitusyritysten riskinottokannustimet voivat olla liialliset, jos ne ennakoivat keskuspankin noudattavan epäsymmetristä rahapolitiikkaa, joka on passiivista finanssiryöpylän nousuvaiheessa mutta aktiivista ongelmien ilmaantuessa.<sup>12</sup>

<sup>10</sup> Rajan (2005).

<sup>11</sup> Dell'Ariccia – Marquez (2006).

<sup>12</sup> Farhi – Tirole (2010).

Matala korkotaso voi myös kannustaa pankkeja kasvattamaan liiallisesti taseitaan. Korkojen alentaminen kasvattaa varallisuusarvoja ja parantaa pankkien voittoja, vakavaraisuutta ja mahdollisuuksia lisätä vakuudellista varainhankintaa. Jos pankkien tavoitteena on pitää oman pääoman määrä suhteessa taseeseen vakiona, pankit reagoivat varallisuusarvojen kohenemiseen lisäämällä luotonantoon ja sijoituksiaan.<sup>13</sup> Adrianin ja Shinin (2008) mukaan pankkien tavoitteena on pitää pankin omien varojen ja taseen loppusumman suhde – eli omavaraisuusaste (leverage ratio) – vakiona läpi suhdannesyklin. Empiiristen havaintojen mukaan yhdysvaltalaisen investointipankkien omavaraisuusasteet olivat finanssikriisiä edeltäneinä vuosina jopa vastasyklisiä. Toisin sanoen investointipankit kasvattivat finanssikriisiä edeltäneinä vuosina samanaikaisesti sekä taseitaan ja velkaantuneisuuttaan (kuviot 4).

Viime aikoina on julkaistu empiirisiä tutkimuksia, jotka pääosin tukevat edellä selostettuja teoreettisia

<sup>13</sup> De Nicolòn ym. (2010) mallin mukaan rahapolitiikan vaikutus pankkien riskinottokannustimiin on monisyisempi kuin tarkasteltu kirjallisuus antaa ymmärtää. De Nicolòn ym. mallissa rahapolitiikka vaikuttaa pankkien riskinottokannustimiin tuottojenetsintäkanavan lisäksi myös vastakkaisuutensa toimiluvan arvo -kanavan (charter value) kautta. Tämän tunnetun vaikutuskanavan mukaan korkojen lasku pienentää pankin rahoituskustannuksia ja kasvattaa näin pankin odotettujen voittojen nykyarvoa (toimiluvan arvo). Toimiluvan arvon kasvaminen pienentää pankin osakkeenomistajien ja velkojien välistä intressiristiriitaa ja siten pankin riskinottokannustimia. Tietyissä suhdannevaiheissa ja tietyntyyppisissä pankkijärjestelmissä rahapolitiikan keventäminen voi jopa vähentää pankkien riskinottokannustimia.

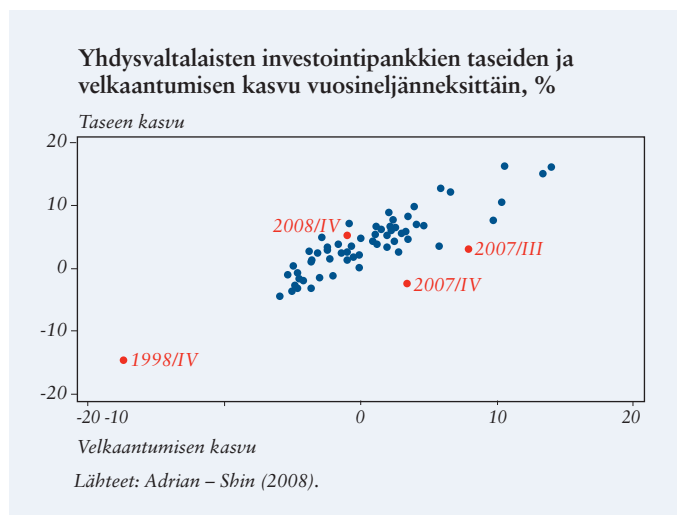
tuloksia.<sup>14</sup> Tutkimukset eivät kuitenkaan vielä anna riittävän varmaa tietoa rahapolitiikan tärkeimmistä vaikutuskanavista ja niiden kvantitatiivisesta merkityksestä.

### *Millä tavoin rahoitustekijät tulisi ottaa huomioon rahapolitiikassa?*

Talousskirjallisuudessa on viime aikoina pohdittu paljon, millä tavalla makrovakauteen liittyvät tekijät tulisi ottaa huomioon rahapolitiikan päätöksenteossa. Tyypillisesti tällä tarkoitetaan sitä, miten rahoituslaitosten riskinottoon liittyvät seikat vaikuttavat rahapolitiikan sääntöihin.<sup>15</sup> Kysymyksenasettelu lähtee yleensä siitä, millaista ns. tuulen vastainen rahapolitiikka olisi suhteessa perinteiseen (eli pelkästään inflaatiotavoitteeseen tai tuotantokuiluun perustuvaan) rahapolitiikkaan. Tämän lisäksi tutkitaan usein, miten erillinen makrovakauserä rahapolitiikan väline muuttaisi rahapolitiikan mitoitusta ja mitä hyvinvointivaikutuksia tällä politiikkayhdistelmällä olisi.

Viimeaikaisessa tutkimuksessa on hyviä esimerkkejä siitä, miten modernin makrotaloustieteen ns. uuskeynesiläisessä mallikehikossa voidaan tutkia eksplisiittisesti tuulen vastaisen rahapolitiikan ja makrovakauserän

Kuvio 4.



kan suhdetta. Esimerkiksi Woodfordin (2010) mukaan rahapolitiikassa tulisi finanssikriisien torjunnan edistämiseksi ottaa huomioon taloustoimijoiden riskillisten velkapositioiden kasvu, vaikka keskuspankki ei voisikaan ennustaa varallisuushintakuplia. Tämän lisäksi on Woodfordin mukaan tarve myös erillisille makrovakauserävälineille kriisien ehkäisyssä. Tämä helpottaisi myös tuulen vastaisen rahapolitiikan tehtävää.

Eräissä tutkimuksissa on myös havaittu, kuinka rahapolitiikan ja makrovakauserän suhde riippuu siitä, minkälaisia sokkeja talouteen kohdistuu. Kannan ym. (2009) sekä Angeloni ja Faia (2009) käyttävät uuskeynesiläistä mallikehikkoa, johon on lisätty pankkisektori sekä yksinkertainen makrovakauseräväline (kuten luottojen kasvuvauhti tai vastasyklinen pääomapuskuri). Erityisesti tutkimuksissa tarkastellaan, min-

<sup>14</sup> Esim. Altunbas ym. (2010) ovat käyneet läpi tätä kirjallisuutta.

<sup>15</sup> Rahapolitiikan sääntöjä ovat esimerkiksi useissa makrotalouden malleissa käytetyt ns. Taylorin säännöt, joiden mukaan rahapolitiikka riippuu perinteisesti talouden inflaatiopaineista (yleensä inflaatiotavoitteeseen verrattuna) ja tuotantokuilusta (eli todellisen ja potentiaalisen tuotannon erotuksesta).

käläinen rahapolitiikan sääntö tuottaa parhaita lopputuloksia erilaisissa makrotalouden sokeissa. Tutkimusten tulosten mukaan erityisesti pankkisektoriin kohdistuvissa sokeissa on optimaalista käyttää rahapolitiikkasäännön ohella makrovakaussäntöä, kun taas talouden tuottavuutta koskeissa sokeissa makrovakaussäntöllä on vähemmän käyttöä. Tulokset ovat luonnollisesti mallien yksinkertaisuuden takia vain suuntaa antavia, mutta viittaavat kuitenkin siihen, että politiikkayhdistelmän valinnassa harkinnalla tulisi olla suuri rooli, koska sokkien luonne saattaa vaihdella voimakkaasti eri tilanteissa.

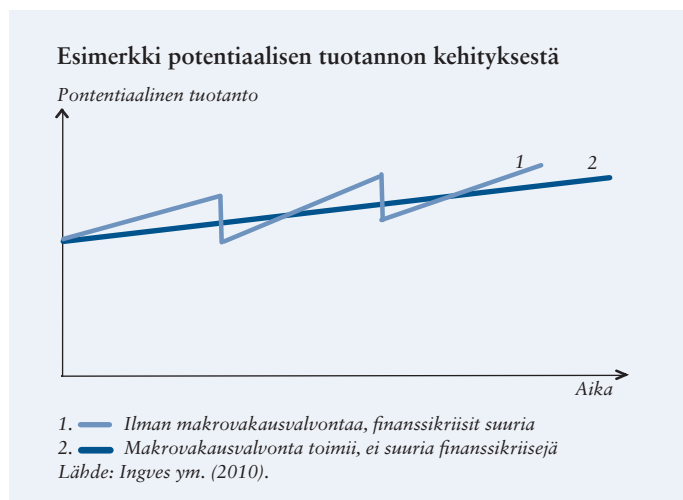
Aiempien tutkimusten tarkastelu herättää kysymyksen, missä määrin tutkimuksissa käytetyt mallit ovat viime vuosina nähdyn finanssikriisin värittämiä. Käytetyissä mallikehikoissa lähdetään yleensä siitä, että pankkien liiallinen riskinotto on talouden hyvinvoinnin maksimoinnin kannalta

joltain osin haitallista ja että tätä liiallista riskiottoa tulisi pyrkiä vähentämään ns. tuulen vastaisen rahapolitiikan tai makrovakaupolitiikan keinoin. Onko kuitenkin mahdollista, että muina kuin kriisiaikoina tällainen rahapolitiikan kiristäminen johtaa keskimäärin pitkällä aikavälillä talouden hyvinvointimielessä heikompiin ratkaisuihin kuin rahapolitiikka, jossa makrovakaussäntöä painotetaan vähemmän?

Tätä kysymystä on kirjallisuudessa pohdittu varsin niukasti. Tutkimuksissa päädytään jonkinasteiseen konsensukseen siitä, että tuulen vastainen rahapolitiikka yhdistettynä yksinkertaiseen mittariin tukeutuvaan makrovakaupolitiikkaan voisi olla perinteistä rahapolitiikkaa hyödyllisempää. Woodford (2010) ei myöskään näe suurta vaaraa perinteisen rahapolitiikkasäännön vääristymisestä makrovakaussäntökohtien myötä; keskuspankin tavoitteessa tämä merkitsee vain yhden lisätermin huomioiduista inflaation ja tuotantokuilun lisäksi.

Ingves ym. (2010) on tarkastellut rahapolitiikan ja makrovakaupolitiikan suhdetta erityisesti siinä mielessä, mikä on pankkisääntelyn lisäämisen merkitys talouden pitkän aikavälin vakauden ja hyvinvoinnin kannalta. Vaikka tuotannon vaihtelua saadaan vähennettyä, ei ole itsestään selvää, että tuotannon keskimääräinen määrä kasvaa sääntelyn lisäämisen myötä. Makrovakaupolitiikka saattaa perinteiseen rahapolitiikkaan verrattuna

Kuvio 5.



päinvastoin lisätä todelliseen korkotasoon ”regulaatiopreemion”, kun pankkien luotonannon kustannukset kasvavat myös kriisiaikojen ulkopuolella (kuvio 5). Tämä olisi omiaan lisäämään koko talouden rahoituskustannuksia. Kaiken kaikkiaan akateemisessa kirjallisuudessa ei olekaan vielä kyetty antamaan yksiselitteistä vastausta kysymykseen raha- ja makrovakausrakenteen keskinäisen painotuksen aiheuttamista hyvinvointivaikutuksista.

### Rahapolitiikan ja makrovakausrakenteen koordinaatio

Rahapolitiikan ja makrovakausrakenteen keskinäistä suhdetta koskee läheisesti myös kysymys näiden kahden politiikkalohkon koordinaationa. Tähän kenttään liittyy kolme keskeistä kysymystä: 1) Onko koordinaatio tarpeellista? 2) Miten koordinaatio tulisi toteuttaa? 3) Kenen vastuulla makrovakausrakenteen toteutuksen tulisi olla?

#### *Onko koordinaatio tarpeellista?*

Talousteoriassa on viime vuosina kalliutettu selvästi sille kannalle, että erillisten makrovakausrakenteiden käyttö rahapolitiikan välineiden ohella olisi suositeltavaa. Tämä johtopäätös ei näytä juuri riippuvan siitä, toteutetaanko rahapolitiikkaa perinteisellä tavalla vai ns. tuulen vastaisella tyylillä. Koordinaation tarpeellisuus on myös hyvin intuitiivista, kun muistetaan, että rahapolitiikka ja makrovakausrakenteen vaikuttavat

toisiinsa. Näin ollen on vaikea kuvitella tilannetta, jossa toisen politiikkavälineen käytöllä ei olisi vaikutusta myös toiseen välineeseen.

Huolimatta koordinaation tarpeellisuudesta taloudessa vallitsee yleensä sellainen tilanne, jossa rahapolitiikka ja makrovakausrakenteen politiikka ovat keskenään sopusoinnussa. Tyypillisesti esimerkiksi talouden ylikuumenemisvaiheessa sekä inflaatiopaineet että makrovakausrakenteen riskit ovat kasvussa, jolloin kumpaakin politiikkavälinettä on tarvetta kiristää. Toisaalta ajoittain voi vallita ristiriitainen tilanne politiikkavälineiden välillä, ja tällöin makrovakausrakenteen tärkeys korostuu.<sup>16</sup> Näin voi käydä silloin, jos esimerkiksi perinteisen rahapolitiikan kiristämistarve on vaimeiden inflaatiopaineiden vuoksi vähäinen, mutta samalla makrovakausrakenteen viittaavat kiristämistarpeeseen (ns. push me, pull you -ongelma).

Pahimmillaan koordinaation puute voi johtaa esimerkiksi tilanteeseen, jossa makrovakausrakenteen epäonnistuminen aiheuttaa talouden ylivelkaantumisen, ja kuplan puhjettessa velkaantumisen purkamisen tarve heikentää keveän rahapolitiikan kykyä elvyttää taloutta. Bean ym. (2010) ovat tarkastelleet tätä kysymystä yksinkertaisella uuskeynesiläisellä mallilla, jossa oletetaan raha- ja makrovakausrakenteen toteuttavan ilman koordinaatiota. Tuloksena on reaalityökalouden kannalta epäopti-

*Pahimmillaan raha- ja makrovakausrakenteen koordinoimattomuus voi johtaa tilanteeseen, jossa ylivelkaantunut talous ei voi hyötyä elvyttävästä rahapolitiikasta.*

<sup>16</sup> De Nicolo ym. (2010).

maalinen lopputulos, jossa sekä makrovakauspoltiikka että rahapolitiikka on liian aggressiivista. Tämäkin tulos alleviivaa koordinoinnin tärkeyttä.

#### *Miten koordinointi tulisi toteuttaa?*

Jos myönnetään koordinaation tärkeys, herää kysymys, miten koordinaatio tulisi toteuttaa. Yksi teoreettinen lähestymistapa on soveltaa analogiaa rahapolitiikan ja finanssipolitiikan väliseen koordinaatioon. Lambertini ja Rovelli (2004) ovat esitelleet peliteoriaan perustuvan ajatuksen, että tilanteessa, jossa pelaajat (keskuspankki ja finanssipolitiikan päättäjä) tekevät vuorotellen ratkaisuja, on kummankin pelaajan kannalta optimaalista, että finanssipolitiikkaliikkeet tehdään ensin. Tämän jälkeen keskuspankki ottaa finanssipolitiikan mitoituksen annettuna rahapolitiikan päätöksenteossa. Tällainen toimintamalli on myös intuitiivisesti järkevä, koska finanssipolitiikan päätöksenteokmekanismit ja vaikutuskanavat ovat tyypillisesti hitaampia ja moninaisempia kuin rahapolitiikan. Samanlainen ajattelu vaikuttaisi olevan luontevaa myös rahapolitiikan ja makrovakauspoltiikan suhteen koordinaatiossa: makrovakauspoltiikka voitaisiin ottaa annettuna rahapolitiittisia päätöksiä tehtäessä.

#### *Kenen vastuulla makrovakauspoltiikan tulisi olla?*

Kun rahapolitiikasta vastaa perinteisesti keskuspankki ja rahoitusalan mikrovalvonnasta finanssivalvoja,

nousee kysymys makrovakauspoltiikan vastuusta luonnollisesti esille.

Nykytiedon valossa on vaikea esittää lopullista kantaa siihen, miten toimivaltakysymys tulisi ratkaista. Edellä esitetty ajatus<sup>17</sup>, että makrovakauspoltiikan ja rahapolitiikan yhteys on monimutkaisempi kuin yleisesti ajatellaan, voidaan nähdä argumentiksi sen puolesta, että makrovakauspoltiikka pitäisi toteuttaa keskuspankissa. Samaa kantaa puoltavat näkemykset, joiden mukaan raha- ja makrovakauspoltiikan koordinaatiossa tulisi käyttää merkittävässä määrin harkintaa taloutta kohtaavien erilaisten sokkien käsittelyssä.<sup>18</sup> Toisaalta ajatus, että makrovakauspoltiikka saattaa sumentaa rahapolitiikan hintavakaustavoitetta, mikäli vastuu kummastakin on keskuspankilla, puoltaa toisenlaisia ratkaisumalleja.

#### **Yhteisymmärrys makrovakauspoltiikasta välttämätön**

Järjestelmäriskien tunnistamisessa käytettäviä analyysivälineitä ja näiden riskien vähentämiseen käytettäviä politiikkakeinoja tutkitaan tällä hetkellä aktiivisesti ympäri maailman. Tärkeää olisi päästä myös yhteisymmärrykseen makrovakauspoltiikan määritelmästä ja ensisijaisesta tavoitteesta. Makrovakauspoltiikan määritelmän liiallinen laajentaminen voi pahimmillaan hämärtää viranomaisien välistä vastuunjakoa, vaikeuttaa

<sup>17</sup> De Nicolo ym. (2010).

<sup>18</sup> Kannan ym. (2009), Angeloni – Faia (2009), Bean ym. (2010).

makrovakauspolitiikan organisointia, luoda liiallisia odotuksia makrovakaupolitiikan tehokkuudesta ja viime kädessä vähentää luottamusta makrovakaupolitiikkaan.

Raha- ja makrovakaupolitiikan koordinointiin liittyvät haasteet ovat keskeisiä pohdittaessa näiden kahden politiikkalohkon keskinäistä vaikutusta. Koordinointitarpeet näyttäisivät olevan suurimmat kahdessa tilanteessa. Ensimmäinen on edellä kuvattu skenaario, jossa pitkäaikainen matalien korkojen rahapolitiikka luo talouteen merkittäviä vakausuhkia. Toinen tilanne on kärjistyvässä oleva luotto- ja velkaantumissykli, jonka pysäyttämiseksi tarvittaisiin mahdollisesti sekä kireää makrovakaupolitiikkaa että ns. tuulen vastaista rahapolitiikkaa.

Raha- ja makrovakaupolitiikan koordinoinnin potentiaaliset hyödyt näissä kahdessa tilanteessa riippuvat suurelta osin raha- ja makrovakaupolitiikan suhteellisesta tehokkuudesta järjestelmäriskien torjunnassa. Ideaalisessa maailmassa makrovakaupolitiikka pystyttäisiin torjumaan tehokkaalla makrovakaupolitiikalla,

jolloin rahapolitiikassa voitaisiin keskittyä hintavakauden turvaamiseen. Tämän tavoitteen kaukaisuus sekä finanssikriisien valtavat kokonaistaloudelliset kustannukset puoltavat rahoitustekijöiden nykyistä laajempaa huomioon ottamista rahapoliittisessa päätöksenteossa.

*Asiasanat: makrovakaupolitiikka, makrovakaustyökalut, rahapolitiikka, rahapolitiikan säännöt, Euroopan järjestelmäriskikomitea*

## Lähteet

- Adrian – Shin (2008) Financial intermediaries, financial stability and monetary policy. Federal Reserve Bank of Kansas City. Symposiumi Jackson Holessa.
- Angeloni – Faia (2009) A tale of two policies: prudential regulation and monetary policy with fragile banks. Kiel Institute for the World Economy Working Papers No. 1569. Lokakuu.
- Altunbas – Gambacorta – Marquez-Ibanez (2010) Does monetary policy affect bank risk-taking? BIS Working Papers No. 298.
- Englannin pankki (2009) The role of macroprudential policy. Discussion paper.
- Bean – Paustian – Penalver – Taylor (2010) Monetary policy after the fall. Federal Reserve Bank of Kansas City Annual Conference. Jackson Hole, Wyoming 28.8.2010.
- BIS (2010) 80th Annual report.
- Borio (2010) Implementing a macroprudential framework: blending boldness and realism. Puhe, 22.6.2010.
- Borio – Zhu (2008) Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism. BIS Working Papers, No. 268.
- CGFS Papers (2010) Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences. CGFS Papers No 38.
- Dell’Ariccia – Marquez (2006) Lending booms and lending standards. Journal of Finance 2006, 61(5).
- De Nicolò – Dell’Ariccia – Laeven – Valencia (2010) Monetary policy and bank risk taking. IMF Staff Position Note, No. 10/09.
- Farhi – Tirole (2010) Collective moral hazard, maturity mismatch and systemic bailouts. Mimeo, lokakuu 2010.
- Ingves – Apel – Lenntorp (2010) Monetary policy and financial stability – some future challenges. Riksbank Economic Review 2/2010.
- Kannan – Rabanal – Scott (2009) Monetary and macroprudential policy rules in a model with house price booms. IMF Working Paper No. 09/251.
- Lambertini – Rovelli (2004) Monetary and fiscal policy coordination and macroeconomic stabilization: a theoretical analysis. Universita di Bologna. Mimeo.
- N’Diaye (2009) Countercyclical macroprudential policies in a supporting role to monetary policy. IMF Working Paper No. 09/257.
- Rajan (2005) Has financial development made the world riskier? Proceedings. Federal Reserve Bank of Kansas City. Elokuu.
- Schauman – Taipalus (2011) Kuinka tunnistaa makrovakaudeelliset riskit? Euro & talous 1/2011.
- Vauhkonen (2010) Basel III -uudistus parantaa pankkien riskinkantokykyä. Euro & talous 3/2010.
- Woodford (2010) Inflation targeting and financial stability. Presentation in the conference ”The Future of Monetary Policy”. Rome 30.9.2010.